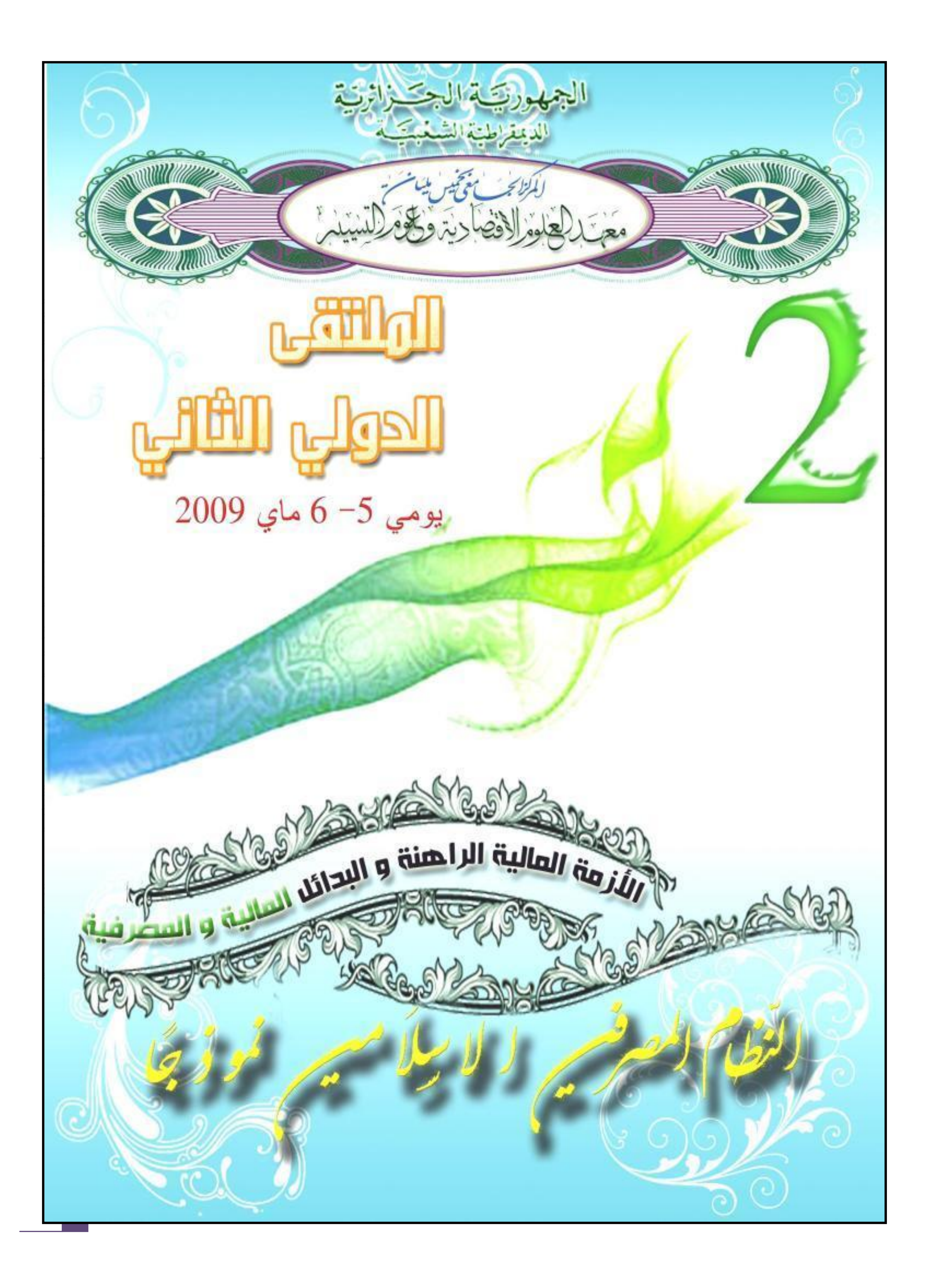


الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي بخميس مليانة
معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
الملتقى
الدولي الثاني
2
يومي 5- 6 ماي 2009
الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية
النظام المصرفي الاسلامي نموذجا

# تفسير سعر الفائدة والعوامل المحددة له في ضوء الفكر الإقتصادي الحديث

**الدكتور فارس فضيل جامعة الجزائر.**

**الأستاذ محمد ساحل،أستاذ بالمركز الجامعي بخميس مليانة.**

sahel.mohamed@yahoo.fr:



**الملخص:**

إن موضوع الفائدة كان منذ زمن وما يزال نقطة اختلاف فيما بين الاقتصاديين ،فهو محل ج دل في علم الاقتصاد،ذلك أن سعر الفائدة ما يزال إلى وقتنا الحاضر مجال لدراسة وتحليل الأكاديميين،وموضوع يثير نقاش المفكرين والباحثين والمنظرين الاقتصاديين على اختلاف مذاهبهم ومدارسهم .

وتأسيسا على ماسبق يهدف البحث استعراض أهم نظريات سعر الفائدة التي سبقت النظرية الحديثة لسعر الفائدة،مبرزين المساهمات التي قدمتها في هذا المجال،وكذلك إلى نقائصها والإنتقادات التي وجهت إليها ،وصولا إلى إبراز كيف استطاعت النظرية الحديثة تلافي النقائص والإنتقادات التي وجهت للنظريات السابقة،وكذلك الطريقة التي عالجت بها مشكلة تحديد سعر الفائدة، وماهي العناصر التي اعتمدت عليها في تحديد هذا السعر.

وقد توصلنا إلى أن النظريات،الكلاسيكية،الأرصدة المعدة للإقتراض،تفضيل السيولة في سعر الفائدة،هي نظريات غير محددة لسعر الفائدة،فالأولى ركزت على العوامل الحقيقية (الإدخار والإستثمار ) في تحدي سعر الفائدة،واعتبرت أن الفائدة ظاهرة ع ينية،أما الثانية فمحاولتهم لم تكلل بالنجاح في جمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية،من أجل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة،أما الثالثة فقد ركزت على العوامل النقدية (عرض النقود والطلب على النقود) في تحديد سعر الفائدة،واعتبر أن الفائدة ظاهرة نقدية بحتة.

كما أن النظرية الحديثة لسعر الفائدة،هي نظرية محددة لسعر الفائدة،ذلك أنها تقوم عل ى أساس أن الإنتاجية والإدخار والتفضيل النقدي و كمية النقود المعروضة هي كلها عناصر هامة في تحديد سعر الفائدة،وذلك على عكس النظريات السابقة لها والتي لم تأخذ ذلك بعين الإعتبار.

**المقدمة:**

نظرا للدور المهم الذي يلعبه سعر الفائدة في النظام المالي والإقتصادي الرأسمالي،فقد نال اهتمام الكثير من المفكرين والمنظرين وظهرت العديد من النظريات في هذا المجال.

ومن بين هذه النظريات، النظرية الكلاسيكية، نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض، نظرية تفضيل السيولة لكينز،والنظرية الحديثة لسعر الفائدة التي حاولت تلافي النقص الذي طرء في تفسير النظريات السابقة الذكر،ومستفيدة من تحليل المفكرين السابقين ومكملة لها.

**ومن هنا يمكن طرح الإشكالية التالية:**

**ماهو الجديد الذي قدمته النظرية الحديثة في سعر الفائدة في تفسيرها لسعر الفائدة و العوامل المحددة له ؟.**

ومحاولة منا للإجابة على هذه الإشكالية،فقد قسمنا بحثنا إلى قسمين،تناولنا في القسم الأول عرضا عن أهم نظريات سعر الفائدة التي سبقت النظرية الحديثة لسعر الفائدة، مبرزين المساهمات التي قدمتها في هذا المجال،و تعرضنا كذلك إلى نقائصها والإنتقادات التي وجهت إليها.

أما القسم الثاني فقد كرسناه للنظرية الحديثة لسعر الفائدة،مبرزين كيف استطاعت تلافي النقائص والإنتقادات التي وجهت للنظريات السابقة،مبرزين كذلك الطريقة التي عالجت بها مشكلة تحديد سعر الفائدة، و ماهي العراصر التي اعتمدت عليها في تحديد هذا السعر.

## أولا- النظريات المفسرة لسعر الفائدة قبل النظرية الحديثة:

حتى نصل إلى مفهوم النظرية الحديثة في سعر الفائدة ونبين الطريقة التي استطاعت بها أن تشرح كيفية تحديد سعر الفائدة،فإنه لابد علينا معرفة النظريات التي س بقتها في هذا المجال ،فالنظريات تقوم على أنقاض النظرية السابقة لها ولتكميل النقص فيها،ولهذا فضلنا أن نبين في هذا الجزء من البحث النظريات التي سبقت النظرية الحديثة لسعر الفائدة،والتعرض لنقائص هذه النظرية والتي أبرزت الحاجة إلى نظرية متكاملة وشاملة لمعالجة تلك النقائص.

### 1-النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة:

تعرف هذه النظرية أيضا بنظرية الإدخار والإستثمار لسعر الفائدة ومن رواد هذه النظرية ريكاردو،وقد تم تطوير هذه النظرية وتنقيحها بواسطة اقتصاديين مثل:**taussig ، Walras Pigou**[1].

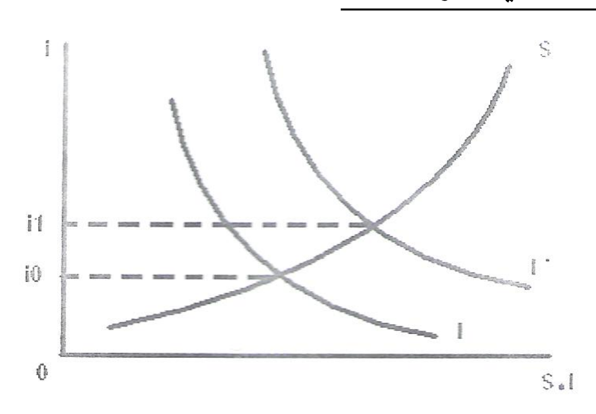
#### 1.1- محتوى النظرية:

وفقا للنظرية الكلاسيكية فسعر الفائدة إنما هو عبارة عن العلاوة التي يجب أن تدفع للأفراد وذلك لاستمالتهم لتأجيل الإستهلاك الحاضر ومن ثم عرض المدخرات ،وهو في نفس الوقت إنما هو عبارة عن الثمن الذي يجب أن يدفع لإستخدام رأس المال في المعنى الحقيقي.

ومن ثم فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع دالة الإدخار مع دالة الإستثمار،وعليه فإن سعر الفائدة يتكفل تلقائيا بتحقيق التوازن بين العرض وطلب رأس المال.

وفي الشكل **رقم (01)**،يشير منحنى الإدخار (S) إلى العلاقة الطردية مع سعر الفائدة (i)،أما منحنى الإستثمار (I) فيشير إلى العلاقة العكسية بين الإستثمار وسعر الفائدة، ويتحدد سعر الفائدة تبعا للتغيرات الحاصلة في كل من الإدخار والإستثمار ،إذ تؤدي زيادة الإ ستثمار متمثلة بانتقال منحنى الإستثمار إلى ('I) إلى ارتفاع سعر الفائدة إلى (i1)، فيندفع الأفراد إلى زيادة مدخراتهم حتى يعود التوازن التلقائي من جديد بين الإدخار والإستثمار،ومن ناحية أخرى فإن زيادة الإدخار على الإستثمار،يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وهذ ا يؤدي إلى زيادة حجم الإستثمار،وتستمر هذه الزيادة حتى يتساوى الإدخار مع الإستثمار.[2]

**الشكل رقم 01:النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة:**




**المصدر**:ضياء مجيد،**مرجع سبق ذكره**،ص 146.

## 2.1- الإنتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة:

انطلاقا من الفرضيات التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية فإن أهم الإنتقادات الممكن توجيهها لهذه النظرية هي:

- إن أهم انتقاد يمكن أن يوجه لهذه النظرية،هو أ ن الكلاسيك يفرضون ثبات حجم الدخل القومي، ذلك أن النظرية تستبعد أثر تغيرات الدخل على الإدخار،أي استقلال منحنى الإدخار عن منحنى الإستثمار ،إلا أنه في الواقع أن منحنى الإدخار يتوقف على منحنى الإستثمار،وهو مايتم عن طريق الدخل القومي،ذلك أن الدخل ذالة في الإستثما ر،كما أن الإدخار دالة في الدخل[3].

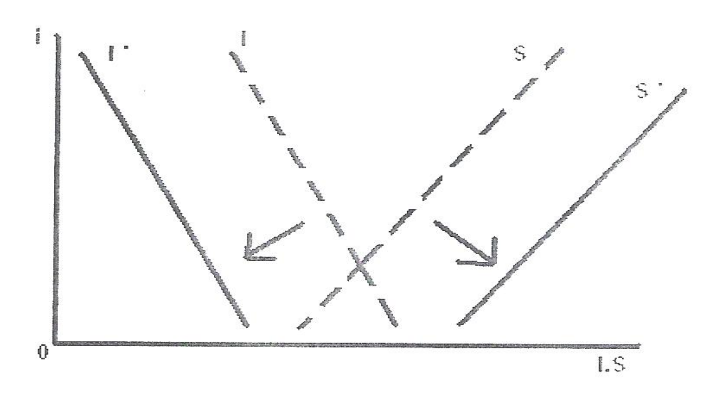
- أن النظرية الكلاسيكية تنظر للنقود على أنها مجرد وسيط في التبادل، فهي لاتأخذ في الإعتبار وظيفة النقود كمستودع للقيمة،فالنظرية الكلاسيكية تفرض أن الجزء من الدخل الذي لاينفق على الإستهلاك لابد بالضرورة أنه

أنفق على الإستثما ر فهي تسقط بديلا ثالثا هاما للأفراد،بديل اكتناز النقود التي تنفق على الإستهلاك،وهذا يجعل النظرية الكلاسيكية نظرية غير واقعية وغير قابلة للتطبيق في اقتصاد حركي فهي تفشل في تحقيق التكامل بين النظرية النقدية وبين الهيكل العام للنظرية الإقتصادية[4].

– لقد ركزت النظرية الكلاسيكية بشكل خاص على الإدخار والإستثمار وأهملت العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر في سعر الفائدة وبالتحديد العوامل النقدية حيث أن القدرة الجهاز المصرفي مثلا على التوسع في الإئتمان أو تقليصه مثلا لابد وأن يكون له تأثير على سعر الفائدة.

– عند الأخذ بعين الإعتبار جميع العوامل المؤثرة في الإدخار والإستثمار بعين الإعتبار،يصبح من غير المنطقي القول أن سعر الفائدة كفيل بتحقيق التوازن بينهما كما افترض الكلاسيكيون حيث يمكن في هذه الحالة أن انخفاض سعر الفائدة لن يؤدي إلى تساوي الإدخار مع الإ ستثمار عندما يكون الأول أكبر من الأخير،أي أن منحنى الإدخار قد لايتقاطع مع منحنى الإستثمار عند مستوى موجب للفائدة وكما هو مبين في **الشكل رقم (02)**،وتتحقق هذه الحالة في فترات الكساد ا لإقتصادي عندما يطغى التشاؤم على توقعات المستثمرين والمدخرين فالمستثمرين لايتوقعون عوائد مجزية لإستثماراقم فينتقل منحنى الإستثمار إلى اليسار ،أي من (I) إلى ('I).والمدخر لايتوقع ضمان عمله في المستقبل فينتقل منحنى الإدخار إلى اليمين أي (S) إلى ('S )،فلا يتقاطع المنحنيان مهما انخفض سعر الفائدة[5].

**الشكل رقم (02)– إمكانية عدم توازن الإستثمار و الإدخار في النظرية الكلاسيكية .**




**المصدر**:عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين العيسى،**مرجع سبق ذكره**،ص307.

–وفي الأخير فإن النظرية الكلاسيكية لسعر الفائدة قمتم بالتوازن في القطاع الحقيقي ،فهي نظرية تيارات وليس أرصدة،وعليه ففي اقتصاد نقود كعالمنا الحالي فإن هذه النظرية ليست واقعية كفاية.

## 2– نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض:

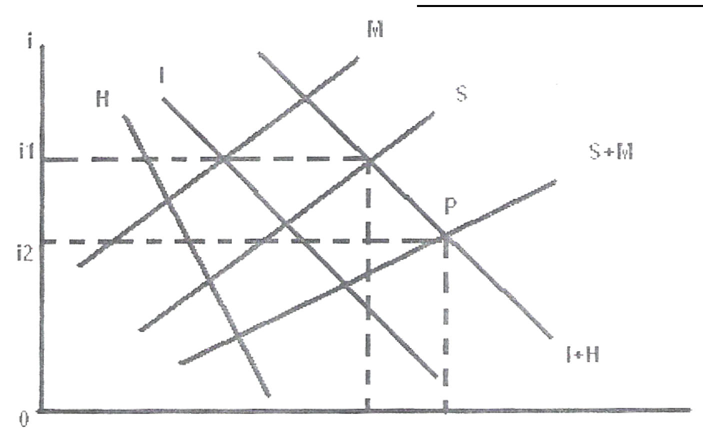
وتعرف هذه النظرية كذلك بنظرية سعر الفائدة الكلاسيكية الحديثة،ويعتبر الإقتصادي السويدي الشهير ويكسيل Knutwicksell هو الذي وضع هذه النظرية الخاصة بتحديد سعر الفائدة وقد تم تطوير وتنقيح هذه النظرية بواسطة مجموعة من الإقتصاديين السويديين من بينهم Eric Lindahl،Bertil ،وكذلك HRebertson في انجلترا [6].

### 1.2– محتوى النظرية:

تعتبر نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض محاولة لتحسين النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة فهي تجمع النواحي النقدية و غير النقدية من أجل تحديد سعر الفائدة.

فوفقا لهذه النظرية فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع طلب الأرصدة المعدة للإقتراض مع عرض الأرصدة المعدة للإقتراض و يمكن إيضاح نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض عن طريق **الشكل رقم (03)**كما يلي:

**الشكل رقم (<u>03</u>):نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض**




**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 536.

**أ- جانب العرض**:

- منحنى (M) يمثل عرض نقود الإئتمان المصرفية (بما في ذلك تحرير الإكتناز )،وهو ينحدر إلى أعلى موضحا أن الإئتمان المصرفي إنما هو مرن لسعر الفائدة.

- المنحنى (S) يمثل الكميات المختلفة من المدخرات المتوفرة عند مستويات مختلفة من عر الفائدة وينحدر هذا المنحنى إلى أعلى موضحا أن هناك علاقة طردية بين حجم المدخرات وسعر الفائدة.

- المنحنى (S+M) يمثل مقدار العرض الكلي من الأرصدة المعدة للإقتراض والمتوفرة عند مستويات مختلفة من أسعار الفائدة،وقد تم الحصول عل ى هذا المنحنى عن طريق جمع كل من منحنى (M) ومنحنى (S) جمعا أفقيا،ومنحنى (S+M) ينحدر إلى أعلى موضحا أنه كلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما زاد مقدار المعروض من الأرصدة المعدة للإقتراض والعكس بالعكس.

**ب- جانب الطلب**[7]:

-إن المنحنى (I) يمثل طلب الإستثمار، وينحدر هذا المنحنى إلى أسفل موضحا علاقة عكسية بين حجم الإ ستثمار وسعر الفائدة.

-المنحنى (H) يوضح الرغبة في اكتناز النقود (أي مستوى الإكتناز)،وهو أيضا ينحدر للأسفل موضحا أنه كلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما قل الإكتناز (الأرصدة النقدية العاطلة) والعكس بالعكس.

-المنحنى (I+H) إنما يمثل الطلب الكلي للأرصدة المعدة للإقتراض عند المستويات المختلفة لسعر الفائدة،وقد تم الحصول على هذا المنحنى عن طريق جمع كلا من المنحنى (I) والمنحنى (H) جمعا أفقيا،وينحدر المنحنى (I+H) إلى

الأسفل موضحا أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما زاد ا لطلب على الأرصدة المعدة للإقتراض و العكس بالعكس.

وعليه فإن سعر الفائدة يتحدد بتقاطع منحنى (I+H) ومنحنى (S+M) في النقطة (P)،ويوضح الشكل رقم (03) كذلك تفرقة Wiksell بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر فائدة السوق الذي يتحدد عند التعادل بين الطلب على الأرصدة المعدة للإقتراض مع عرض الأرصدة المعدة للإقتراض وذلك على أساس الوحدات النقدية.

وبالرغم من التحسينات التي أدخلتها نظرية الأرصدة النقدية على النظرية الكلاسيكية في سعر الفائدة من حيث أن نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض هي عرض على أساس كل من الوحدات النقدية والو حدات الحقيقية،بينما النظرية الكلاسيكية فهي عرض فقط على أساس الإعتبارات الحقيقية،وأيضا اعترفت نظرية الأرصدة النقدية المعدة للإقتراض بالدور الحيوي الذي تلعبه النقود في الإقتصاد الحديث.

## 2.2- الإنتقادات الموجهة لنظرية الأرصدة المعدة للإقتراض:

-انتقد"**هانسن**"هذه النظرية وقال بـأنها لا تمدنا بحل لمشكلة سعر الفائدة،فمنحنى (M+S) مضافا إليه الإضافات الصافية من الأرصدة المعدة للإقتر اض،التي تأتي من النقود الجديدة وم ن تحرير اكتناز الأرصدة العاطلة، ولكن لما كان جزء من المدخرات (S+M) إنما يتغير من مستوى الدخل المتاح (ووفقا ل Robertspn هو دخل الأمس)،فإنه يتبع ذلك أن المنحنى (S+M) إنما يتغير مع تغير الدخل وعليه فإن سعر الفائدة لا يمكن معرفته إلا إذا عرفنا مستوى الدخل،وان مستوى الدخل لايمكن معرفته إلا إذا عرفنا سعر الفائدة ذلك أن سعر الفائدة هو الذي يحدد مستوى الإستثمار ومستوى الإستثمار من خلال المضاعفات إنما يحدد مستوى الدخل[8].

–نظرا لإختلاف طبيعة كل من الإدخار والإستثمار (عوامل حقيقية)،والإئتمان المصرفي وتفضيل السيولة (عوامل نقدية)،فمن غير الممكن جمعها والمقارنة بينها لتحديد سعر الفائدة[9].

–لقد أشار البعض إلى أن هذه النظرية قد غالت في أثر سعر الفائدة على الإدخار، حيث يرى هؤلاء النقاد أن الأفراد عادة ما يدخرون ليس بسبب سعر الفائدة ولكن بسبب دافع الإحتياط،ويعني ذلك أن الإدخار يعتبر غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة[10].

## 3- نظرية تفضيل السيولة لكينز:

إن نظرية كينز في تفضيل السيولة إنما هي جزء متكامل من نظريته العامة للطلب الكلي الفعال، فهي تشرح طبيعة الطلب على الأصول السائلة وعلاقتها بسعر الفائد ة،وأسعار الأصول غير السائلة،وتوقعات معدلات الأرباح، و الإستثمار و التوظيف.

## 1.3- محتوى النظرية:

ينظر كينز إلى الفائدة على أنها ظاهرة نقدية بح تة،أي سعر الفائدة إنما يتحدد بطلب وعرض النقود وعليه فإن سعر الفائدة وفقا لكينز إنما يتحدد بتقاطع عرض النقود (الكمية الكلية للنقود) مع جدول طلب النقود الذي أسماه كينز تفضيل السيولة.

والفائدة في نظر كينز هي ليست ثمنا للإمتناع عن الإستهلاك وإنما هي ثمن ال تخلي عن السيولة،ومن أجل فهم أفضل للنظرية سنقوم بعرض محتواها كما يلي:



## أ- تفضيل السيولة (طلب النقود):

إن فكرة تفضيل السيولة تعني تفضيل الأفراد الإحتفاظ بالثروة في شكل نقود سائلة بدلا من أي شكل غير نقدي مثل الأذونات والكمبيالات والأرض والذهب...إلخ ، بعبارة أخرى فإن جدول تفضيل السيولة هو عبارة عن الميل للإكتناز[11]،عند مستويات مختلفة من الدخل.

**لقد فرق كينز بين ثلاثة دوافع هي التي تؤدي إلى التفضيل النقدي،وهي كالتالي:**

### ➢ الطلب على النقود بدافع المعاملات (المبادلات):

إن دافع المعاملات يرجع طلب النقود إلى الحاجة للنقود الحاضرة للمعاملات الجارية لكل من الأفراد ومنشآت الأعمال،والحاجة للنقود الحاضرة لمواجهة دافع المعاملات تنشأ أساسا لعدم التزامن بين إنفاق الأفراد والعائلات لدخولهم وبين حصولهم على هذه الدخول هذا من جهة ومن جهة أخرى بين نفقات منشآت الأ عمال وبين إيراد المبيعات[12].

وبالتالي فإن حجم الأرصدة النقدية السائلة إنما يتوقف على حجم الدخل المستلم وايضا على عدد مرات (تكرار) استلام الدخل وعلى تكرار الإنفاق،وعلى أية حال،فإن مقدار طلب النقود بدافع المعاملات إنما يتوقف على الدخل،ويمكن التعبير على العلاقة بالمعادلة التالية [13]:

$$Lt = F\,(y)$$

حيث:Lt:طلب النقود بدافع المعاملات.

Y :مستوى الدخل.

وعليه فإن المعادلة السابقة توضح أن حجم الأرصدة النقدية المطلوبة بدافع المعاملات إنما يتحدد بمستوى الدخل والعلاقة بينها علاقة طردية، إلا أنه يجب الإشارة إلى أن طلب النقود بدافع المعاملات سوف ينتقل إلى أعلى أو إلى أسفل لو أن تغيرات حدثت في توقعات المجتمع فيما يتعلق بمستوى الدخل،الطول المعتاد للفترة الفاصلة بين استلام الدخل وبين انفاقه،إمكانية الشراء على الحساب،حجم الدخل المتاح.

### ➢ الطلب على النقود بدافع الإحتياط:

إن الطلب على النقود بدافع الإحتياط إنما يمثل الرغبة في الإحتفاظ بالأرصدة النقدية الحاضرة وذلك لمواجهة أحداث المستقبل غير المعروفة :المرض،التعطل،...إلخ،وأن مقدار النقود اللازمة لإشباع هذا الدافع مختلفة باخت لاف

الأفراد واختلاف منشآت الأعمال فيما يتعلق بدرجة تحفظهم،مستوى الدخل، حالة الضمان الإجتماعي،طبيعة النشاط التجاري،ومدى توافر السوق الآجل.

وعلى كل حال فإن كمية النقود المطلوبة بدافع الإحتياط إنما تتوقف بدرجة كبيرة على مستوى الدخل والعلاقة بينهما طردية:ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية[14]:

$$Lp=F(y)$$

حيث:Lp:طلب النقود بدافع الإحتياط.

y: مستوى الدخل.

وقد وضع كينز كل من طلب النقود بدافع المعاملات و طلب النقود بدافع الإحتياط في قسم واحد،وكلاهما إنما هو نتيجة للنشاط العام للنظام الإقتصادي ولمستوى الدخل القومي.

ويتصف كل من طلب النقود بدافع المعاملات وطلب النقود بدافع الإحتياط بأنهما غير حساسين لتغيرات سعر الفائدة،كما أنهما يعتبران مستقران لدرجة كبيرة عبر فترة قصيرة من الزمن.

ولذلك فإنه يمكن جمع التفضيل النقدي الناتج من كلا الدافعين السابقين ونطلق عليهما L1 كالآتي:[15]

$$\mathbf{L1=Lt+Lp=F(y)}$$

- **الطلب على النقود بدافع المضاربة:**

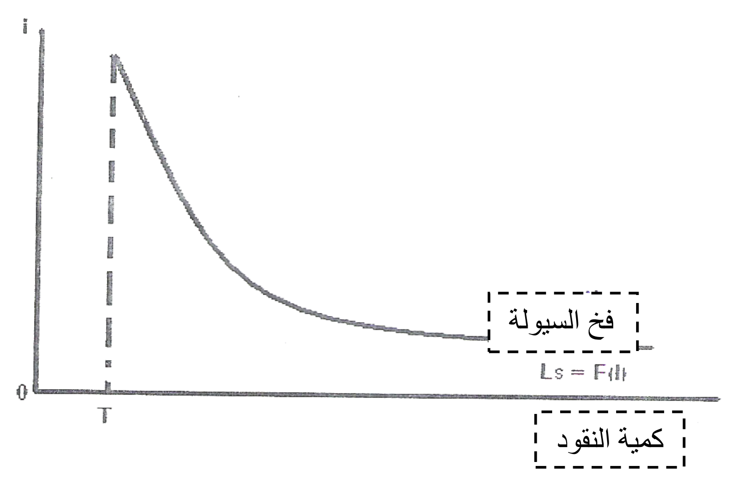
إن دافع المضاربة يرجع الرغبة في الإحتفاظ بالأرصدة النقدية بغرض الإستفادة من تحركات السوق، وذلك عن طريق أرباح المضاربة من شراء وبيع السندات،وعن طريق التغيرات في سعر الفائدة في المستقبل.

حيث أن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة في سوق السندات وسعر السند في السوق فإذا ارتفع سعر الفائدة ينخفض سعر السند في السوق والعكس صحيح[16].

إن الطلب على النقود لأغراض المضاربة في النظرية الكينزية يتضمن الإختيار بين النقود والسندات فقط كأشكال بديلة للإحتفاظ بالثروة وبهذه الطريقة ربط كينز بين الطلب على النقود لأجل المضاربة وسعر الفائدة،فعندما يرتفع سعر الفائدة تنخفض أسعار السندات،فيزيد طلب الأفراد على السندات ويقل طلبهم على النقود لأجل المضاربة،والعكس صحيح عندما تخفض أسعار الفائدة .[17]

**ولتوضيح ماسبق نورد الشكل رقم (04)**

**الشكل رقم (04):الطلب على النقود لأغراض المضاربة.**




**المصدر**:عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين العيسى ،**مرجع سبق ذكره**،ص 250.

يتضح من هذا الشكل أن منحنى الطلب النقدي بدافع المضاربة (LS) يبدأ بعيدا عن المحور العمودي لأن كمية النقود (0T ) تمثل الطلب لأغراض المعاملات والإحتياط وأن كمية النقود المطلوبة لأغراض المضاربة تزداد كلما انخفض سعر الفائدة (ارتفع سعر السندات)،كما يلاحظ بان هذا الطلب يزداد مرونة كلما انخفض سعر الفائدة،وتقل مرونته في مستويات أ على من سعر الفائدة،والسبب في رأي كينز أنه عند انخفاض سعر الفائدة واستمرار ارتفاع أسعار السندات يصبح احتمال الخسارة في الإحتفاظ بالسندات كبيرا جدا عند ئذ لن يرغب المضاربون بالإحتفاظ بها نتيجة لتوقعهم انخفاض أسعارها في المستقبل،فيتحولون إلى الإحتفاظ بالأرصدة النقدية أو بيع السندات إلى أن يصبح الطلب على النقود مرنا إلى ما لانهاية،وقد أطلق كينز على هذه المرحلة من الطلب على النقود بفخ السيولة،حيث تكون أسعار السندات مرتفعة جدا وبالتا لي،فإن أي تغيير في سعر الفائدة، أي ارتفاع يؤدي إلى خسارة مؤكدة عند الإحتفاظ بالسندات،ويحدث ذلك بصورة خاصة في حالات الكساد الإقتصادي والإنهيار المالي عندما يرغب الجميع ببيع السندات ولا أحد يرغب بشرائها فتنهار أسعارها فجاة بعد الإ رتفاع المتزايد فيها[18].

ولما كانت كمية النقود التي تطلب بغرض دوافع المضاربة إنما تتغير تغيرا ملحوظا من تغ يرات سعر الفائدة ،فإنه يمكننا أن نعرض هذا النوع من الطلب على الرقود كدالة في سعر الفائدة كالآتي : LS = F (i)

حيث Ls: طلب النقود بدافع المضاربة.

i:تشير إلى سعر الفائدة.

وسنشير إلى التفضيل النقدي بدافع المضاربة بالرمز L2 تمييزا له عن L1 التي تشير إلى طلب النقود بدافع المعاملات مضافا إليه طلب النقود بدافع الإحتياطي،و L1،إنما تتحدد بواسطة مستوى الدخل، كما أنها غير مرنة بالنسبة لسعر الفائدة،بينما L2 مرنة بالنسبة لسعر الفائدة، كما أنها تتحدد بمستوى الدخل.

والآن لنرمز للكمية الكلية المعروضة من النقود M،فيصبح لدينا:

$$M= L1y+L2i$$

فإذا كانت: $L=L1+L2$

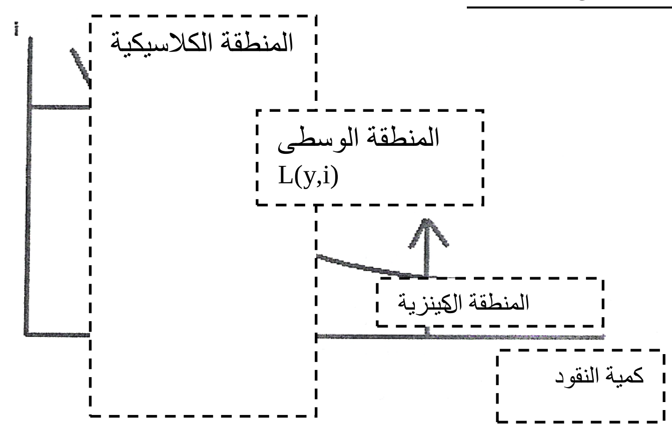
فإن $M=L\ (y,i)$

إن M=L (y,i) إنما توضح أن الكمية الموجودة من النقود في المجتمع في أي وقت إنما تساوي كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد والتي تتوقف على سعر الفائدة وعلى مستوى الدخل[19].

**ب– جدول تفضيل السيولة:**

إن جدول تفضيل السيولة يعكس العلاقة الدالية بين كمية النقود المطلوبة لكل الدوافع وسعر الفائدة ولتوضيح ذلك نورد **الشكل رقم 05** كالتالي:

**الشكل رقم (05) منحنى التفضيل السيولة.**




**المصدر**:علي علي الزبيدي،عبد الرحمان بن غازي،**مرجع سبق ذكره**،ص 196.

من الشكل يمكننا تقسيم منحنى السيولة إلى ثلاث مناطق هي:[20]

**– المنطقة الكلاسيكية:**

ويكون فيها سعر الفائدة مرتفع حيث تكبر عندها تكلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بالنقود بغرض المضاربة ويكون تفضيل السيولة منعدما حيث يفضل الأفراد إيداع نقودهم في البنوك للإستفادة من ارتفاع أسعار الفائدة ويتأثر عندها الطلب من أجل المضاربة بأسعار الفائدة بل قد تكون هنا مساوية أو تقترب من الصفر .

**–المنطقة الوسطى:**

وفيها ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة عكسية مع الطلب على النقو د بغرض المضاربة وينحدر المنحنى من أعلى إلى أسفل بميل متناقص لأسعار الفائدة وتزيد المرونة حتى يتقدم الميل عند مستوى منخفض لسعر الفائدة وتبدأ منطقة فخ السيولة.

**– منطقة فخ السيولة :**

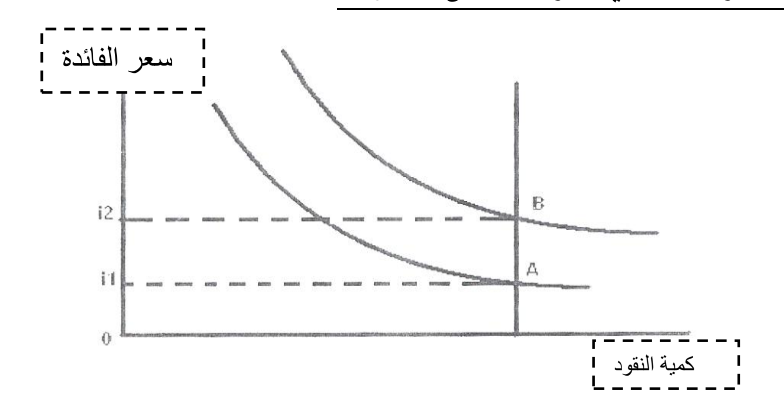
وتسمى المنطقة الكينزية والتي عندها يصل سعر الفائدة إلى ادنى حد لها وتكون لدى الأفراد رغبة للإحتفاظ بالنقود السائلة حيث يحاول من لديهم سندات تحويلها إلى نقود تحسبا لإنخفاض أسعارها نتيجة توقعهم بارتفاع سعر الفائدة وتكون مرونة الطلب على النقود هنا بالنسبة لسعر الفائدة لا نهائي المرونة.

ج- تحديد سعر الفائدة في نظرية تفضيل السيولة:

إن عرض النقود في أي لحظة من الزمن إنما يتحدد بواسطة السلطات النقدية مستقلا عن اعتبارات سعر الفائدة،وبالتالي فهو عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة، وفي **الشكل رقم (06)** وبافتراض مستوى الدخل (y1) وأن كمية النقود الموجودة في التداول هي (0M)،وأن سعر الفائدة i1 يتحدد عند النقطة (A) أي عندما تتساوى الكمية المطلوبة من النقود Ly1 من الكمية المعروضة من النقود (0M)،ولو افترضنا أن منحنى تفضيل السيولة قد ارتفع إلى Ly2،نتيجة مثلا لإرتفاع مستوى الدخل من y1 إلى y2، فإن سعر الفائدة سيرتفع إلى i2[21].

وعليه فإن وضع دالة تفضيل السيولة (بالنسبة لمستوى معين من الدخل) وعرض النقود إنما يحددان سعر الفائدة.

**الشكل رقم (06):تحديد سعر الفائدة في نظرية تفضيل السيولة.**




**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 549.

## 2.3- انتقادات نظرية كينز في سعر الفائدة[22]:

- لقد ذكر "prof.Hansen"،أن نظرية كينز في سعر الفائدة مثل النظرية الكلاسيكية نظرية غير محددة، فوفقا لنظرية كينز فإن دالة تفضيل السيولة تنتقل إلى أعلى أو إلى أسفل مع كل تغير في مستوى الدخل، وعلى وجه الخصوص **L1**،والذي هو دالة في الدخل، فلا نستطيع أن نعلمه إلا إذا عرفنا مستوى الدخل، وحتى يمكن معرفة مستوى الدخل فإنه يجب أن نعلم سعر الفائدة،وعليه فإن انتقادات كينز للنظرية الكلاسيكية إنما تنطبق عليه بالتساوي.

- أهمل كينز أثر العوامل الحقيقية في تحديد سعر الفائدة ،فقد اعتبر كينز أن الفائدة إنما هي ظاهرة نقدية بحتة ورفض الإعتقاد بأن العوامل الح قيقية مثل الإنتاجية والتفضيل الزمني لها أي أثر على سعر الفائدة،مثلما أخطأ الكلاسيك باعتبارهم أن الفائدة ظاهرة حقيقية بحتة وأهملوا العوامل النقدية.

- أهمل كينز عامل الإدخار عندما اعتبر أن الفائدة هي مكافأة نتيجة التضحية بالسيولة وقد أشار prof .Jacob viner بأنه بدون الإدخار لن تكون هناك سيولة للتنازل عنها، وعليه فإن عنصر الإدخار لايمكن إهماله في أي نظرية للفائدة.

عطفا على ماسبق يمكن استنتاج أن النظريات،الكلاسيكية،الأرصدة المعدة للإقتراض،تفضيل السيولة في سعر الفائدة،هي نظريات غير محددة لسعر الفائدة،فالأولى ركزت على العوامل الحقيقية (الإدخار و الإستثمار) في تحدي

سعر الفائدة، واعتبرت أن الفائدة ظاهرة عينية،أما الثانية فمحاولتهم لم تكلل بالنجاح في جمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية،من أجل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة، أما الثالثة فقد ركزت على العوامل النقدية (عرض النقود والطلب على النقود) في تحديد سعر الفائدة،واعتبر أن الفائدة ظاهرة نقدية بحتة.

واعتبر **هانسن** أن كل من نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض،ونظرية التفضيل النقدي لو أخذتا معا فإنما يمداننا بنظرية مناسبة لسعر الفائدة،وهذا ما سنحاول التطرق إليه فيما يلي.

## ثانيا– نظرية سعر الفائدة الحديثة:

بعد أن تطرقنا في الجزء السابق من البحث ،للنظريات التي سبقت سعر الفائدة الحديثة واستعرضنا بعض النقائص التي صاحبت تلك النظريات وبالتالي لم ترق إلى تحديد سعر الفائدة التوازني بالشكل الجيد،ومن هنا ظهرت النظرية الحديثة لسعر الفائدة، والتي تعرف بنظرية الكينزيون المحدثون في سعر الفائدة فالإقتصاديون المحدثون أمثال Hansen،Lerner،Hicks رأوا أن نظرية الأرصدة المعدة للإقتراض، نظرية كينز في تفضيل السيولة لو أخذناهما معا لمدتنا بنظرية مناسبة لسعر الفائدة، هذه هي النظرية الحديثة في سعر الفائدة،ومن أجل توضيح هذه النظرية،نستعرض أولا محتوى النظرية واشتقاق منحنى IS و LM ،ثم سنتطرق إلى كيفية تحديد سعر الفائدة وتأثير انتقال منحنى IS وLM على سعر الفائدة.

### 1-محتوى النظرية واشتقاق منحنى IS ومنحنى LM:

#### 1.1-محتوى النظرية:

تقوم النظرية الحديثة في سعر الفائدة بجمع كل الأربعة عوامل (الإدخار،الإستثمار،تفضيل السيولة،كمية النقود) في نظرية متكاملة فهي تجمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية،وذلك بغرض تفسير كيف يتحدد سعر الفائدة.

و في شرحه للنظرية الحديثة ، فقد قام prof.Hansen في كتابه: Monetary Theory And Fiscal Policy ،بتوضيح أربعة محددات لسعر الفائدة وهي[23]:

- جدول طلب الإستثمار.
- دالة الإدخار.
- جدول تفضيل السيولة.
- كمية النقود.

فوضع التوازن لهذه المتغيرات الأربع معا إنما يحدد سعر الفائدة، وفي الحقيقة فإن نظرية الكينزيين المحدثين في سعر الفائدة أسفرت عن وجود جدولين IS وجدول LM ،والجدول الأول يوضح التوازن بين المتغيرات من التيارات في القطاع الحقيقي أما الجدول LM فيمثل التوازن للمتغيرات من الأرصدة في القطاع النقدي، وعند تمثيل الجدولين بيانيا فإن تقاطع المنحنيين (منحنى IS ومنحنى LM) يعطان سعر فائدة التوازن.

وعند سعر فائدة التوازن يتحقق مايلي:

- المدخرات الكلية = الإستثمارات الكلية.
- الطلب الكلي على النقود=العرض الكلي للنقود.
- أن كلا من القطاع الحقيقي والقطاع النقدي يكونا في حالة توازن.

ولإيضاح ماسيق سنحاول فيما يلي تبي ين كيف استطاعت النظرية الحديثة التوصل إلى منحنى IS ومنحنى LM وكيف يتم تحديد سعر فائدة التوازن.

## 2.1- التوازن في سوق السلع واستنتاج منحنى IS

إنه من المقبول أن ننظر إلى ا لإستثمار على أساس أ نه دالة متناقصة في سعر الفائدة، وكذلك فإن المدخرات هي دالة متز ايدة في مستوى الدخل، ولكي نستنتج منحنى (IS) فيجب أن نتوصل إلى أسعار الفائدة وإلى مستويات الدخل المقابلة والتي عند كلا منها تعادل الإستثمار مع الإ

**ولتبيين كيفية استنتاج منحنى (IS) نورد الجدول رقم 01**

| جدول الإستثمار | | جدول الإدخار | | جدول IS | |
|---|---|---|---|---|---|
| سعر الفائدة i% | الإستثمار I | مستوى الدخل Y | المدخرات S | سعر الفائدة i% | مستوى الدخل y |
| 7 | 10 | 100 | 10 | 7 | 100 |
| 6 | 20 | 150 | 20 | 6 | 150 |
| 5 | 30 | 200 | 30 | 5 | 200 |
| 4 | 40 | 250 | 40 | 4 | 250 |
| 3 | 50 | 300 | 50 | 3 | 300 |

**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 566.

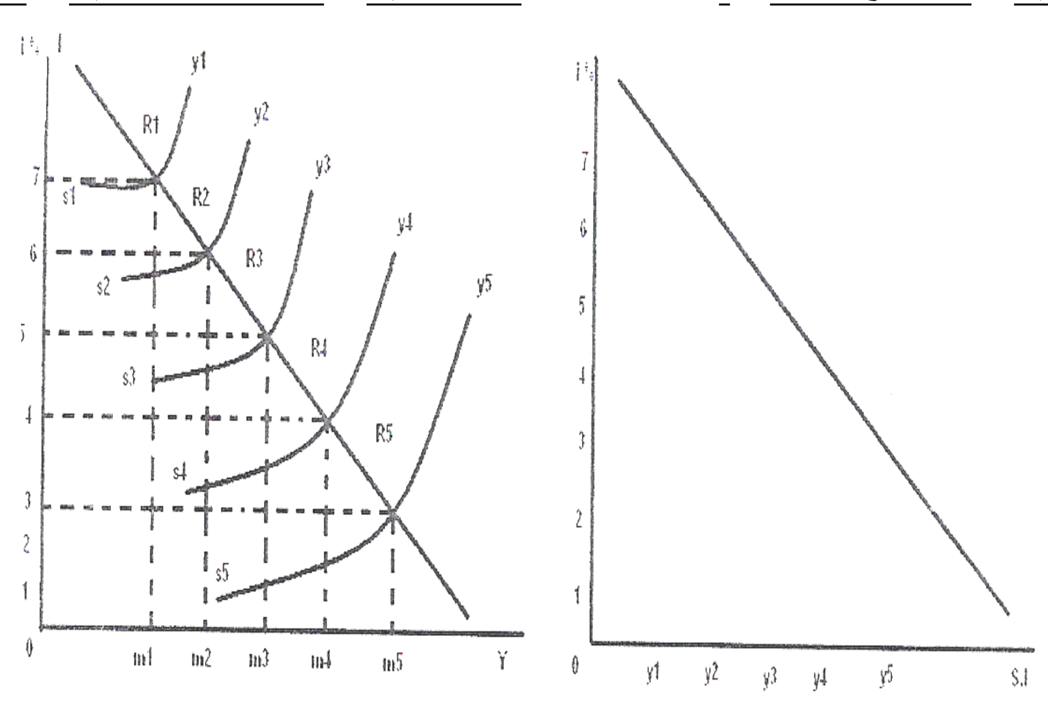
يوضح الجدول رقم (**01** ) ثلاثة جداول:الجدول الأول هو جدول الإ ستثمار الذي يوضح العلاقة بين سعر الفائدة (i) ومقدار الإستثمارات (I) عند كل سعر من هذه الأسعار، والجدول الثاني هو جدول المدخرات وهو يبين مقدار المدخرات (S)ومستويات الدخل (y)،وقد أعد هذا الجدول بحيث أوضحنا فيه مستويات الدخل (y) عند مدخرات (S) مساوية للإستثمارات (I) الموضحة في الجدول الأول،أما الجدول الثا لث فهو جدول (IS) وهو جدول استنتجناه من الجدول الأول والثاني فهو يوضح العلاقة بين سعر الفائدة ومستوى الدخل المقابل وذلك عندما تكون المدخرات متساوية مع الإستثمارات.

ولتمثيل الجدول السابق بيانيا، فإننا سنفترض أن y5 ،y4،y3 ،y2،y1 ،إنما تمثل مستويات الدخول 200،150،100،250،300،مليون دينار،ويمكننا أن نفترض أن عند هذه المستويات من الدخل أن المنحنيات S5y5،S4y4،S3y3،S2y2،S1y1، إنما تمثل أحجاما من المدخرات قدرها 50،40،30،10،20 مليون دينار على التوالي وI I هو منحنى الإستثمار وذلك عندما يكون مستوى الدخل هو y1،والتوازن بين الإدخار والإستثمار يتحقق

عند سعر الفائدة RIMI (7% في مثالنا).أي عند مستوى دخل y1 فإن RIMI إنما هو سعر الفائدة التوازني الذي يحقق التساوي بين الإدخار والإستثمار (في مثالنا عند سعر فائدة 7 %،10= I=S)،وبنفس الطريقة فإن عدد مستويات دخل y2، y3،y4،y5،فإن التوازن بين الإدخار والإستثمار، إنما يتحدد بواسطة أسعار الفائد :R2M2، R3M3،R4M4، R5M5 ، على التوالي كما هو موضح في الشكل رقم 07،والآن فإن أسعار الفائدة التي تحقق التساوي بين الإدخار والإستثمار مع مستويات الدخل المقابلة لها إنما تكون منحنى IS كما هو موضح في الشكل رقم 08،والمنحنى IS،يوضح العلاقة بين أسعار الفائدة ومستويات الدخل المقابلة لها وذلك عندما يكون الإدخار يساوي الإستثمار.

**الشكل رقم (07): تمثيل الجدول رقم (01) بيانيا**

**الشكل رقم (08):استنتاج منحنى IS**




**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**، ص567.

وينحدر منحنى IS إلى الأسفل وذلك لأنه عند مستويات أعلى من الدخل فإن الإدخار يكون أكبر لكن كلما زادت المدخرات كلما انخفض سعر الفائدة وقد أشار Hansen إلى أن منحنى (IS) إنما يتوقف على مستوى وعلى انحدار جدول الكفاية الحدية للإستثمار، وبالتساوي على مستوى وعلى انحدار دالة الإ ستهلاك (والتي بدورها تحدد جدول الإدخار )،ويعني ذلك أن انحدار منحنى الكفاية الحدية للإستثمار (منحنى I) عند مستويات مختلفة من سعر الفائدة مع انحدار دالة الإ ستهلاك ودالة الإدخار (منحنيات S) عند مستويات مختلفة من الدخل إنما يحددان معا انحدار IS،فأي ارتفاع في منحنى الكفاية الحدية للإستثمار (منحنى I)،أو في دالة الإستهلاك أو في كليهما سوف ترفع مستوى الدخل المقابل لكل سعر فائدة معينة،وعليه منحنى IS سوف ينتقل بالتالي إلى أعلى والعكس بالعكس[24].

## 3.1- التوازن في سوق النقود واشتقاق منحنى (LM):[25]

لإيضاح وضع التوازن في القطاع النقدي في النظرية الكينزية فإن الكينزيين المحدثون استنتجوا منحنى LM من نظرية كينز في تفضيل السيولة فقد أوضحوا أن دالة تفضيل السيولة (L) وعرض النقود (M) إنما تكون أ يضا علاقة بين الدخل وبين سعر الفائدة، فنجد LM إنما يوضح لنا ماذا ستكون عليه أسعار الفائدة المختلفة (مع افتراض ثبات كمية النقود ومجموعة منحنيات تفضيل السيولة) عند مستويات مختلفة من الدخل فسعر الفائدة يكون منخفضا عندما يكون الدخل منخفض،وأن سعر الفائدة سيكون مرتفعا عندما يكون الدخل مرتفع.

إن جدول (LM) إنما يفرض مسبقا التوازن بين L و M تماما كما افترض جدول IS التوازن بين I و S،ولتوضيح كيفية استنتاج جدول LM من بيانات افتراضية نورد **الجدول رقم (02)**:

**الجدول رقم (02):استنتاج منحنى LM** **y,M ,M1,M2** بملايين الدينارات

| جدول عرض النقود | | جدول طلب النقود | | | | جدول LM | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| سعر الفائدةi % | الكمية الكلية المعروضة من النقودM | طلب المضاربة M2 | طلب الإحتياط وطلب المعاملات y | M1 | الطلب الكلي L=M2+M1 | I% | الدخل y |
| 3 | 100 | 70 | 100 | 30 | 100=70+30 | 3 | 100 |
| 4 | 100 | 60 | 150 | 40 | 100=60+40 | 4 | 150 |
| 5 | 100 | 50 | 200 | 50 | 100=50+50 | 5 | 200 |
| 6 | 100 | 40 | 250 | 60 | 100=40+60 | 6 | 250 |
| 7 | 100 | 30 | 300 | 70 | 100=30+70 | 7 | 300 |

**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**، 570.

يلاحظ أن الجدول رقم (**02**) يشمل ثلاث جداول:

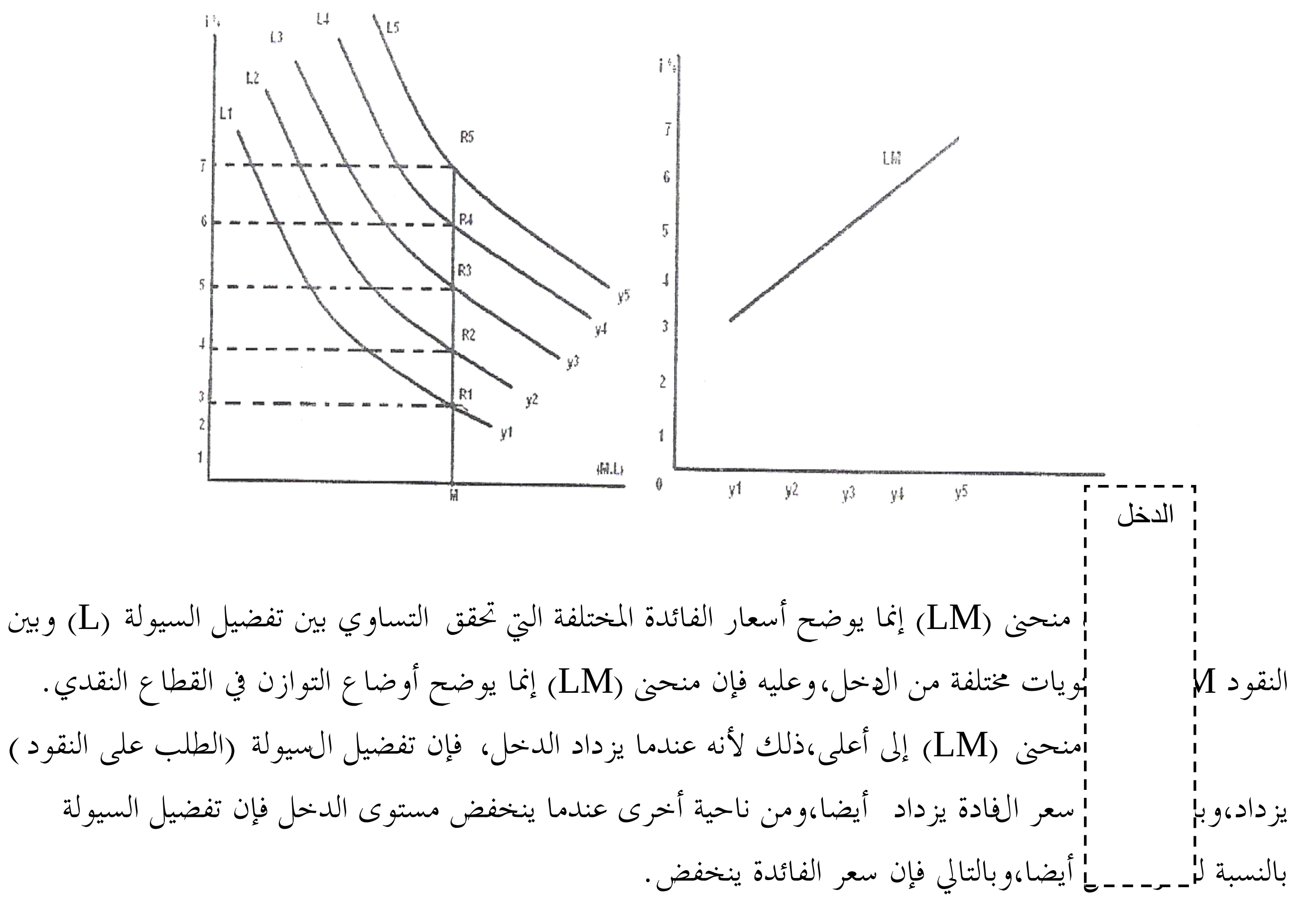
- **جدول عرض النقود**:ويوضح أن عرض النقود إنما يحدد بواسطة السلطات النقدية ولذلك فإنه عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة (مقدار العرض الكلي للنقود ثابت وهو 100 دينار مهما كان سعر الفائدة ).
- **جدول الطلب النقود**:وهو يتكون من طلب النقود بغرض المضاربة (M2) وهذا دالة في سعر الفائدة، ولذلك فإن M2تقل عندما يرتفع (i)،كما أنه هناك طل ب النقود بدافع المعاملات والإحتياط (M1) وهذا عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة،ولكنه دالة في الدخل فيزداد (M1) بزيادة (y) وينخفض (M1) بانخفاض (y) ومن (M2) و (M1) نحصل على جدول الطلب الكلي للنقود (L)،وهذا يمثل العلاقة بين الكمية الكلية المطلوبة من النقود ومقدار الدخل.

-جدول(LM):وقد استنتجنا هذا الجدول ليبين العلاقة بين سعر الفائدة والدخل عندما تكون L=M .

ولإيضاح كيفية استنتاج منحنى LM بوجه عام فإننا سنفترض أن:y5،y4،y3،y2،y1،إنما تمثل على التوالي مستويات الدخل 100، 150، 200،250،300،مليون دينار وأن L5y5 ،L4y4،L3y3 ،L2y2،L1y1.إنما هي منحنيات تفضيل السيولة عند مستويات الدخل المختلفة، وهذا وقد افترضنا أن عرض النقود ثابت وأنه عديم المرونة بالنسبة لسعر الفائدة.

ففي الشكل الرقم (09)،عند مستوى دخل (y1)،فإن التوازن بين الطلب وعرض النقود إنما يتحدد عن د سعر الفائدة R1M،وبالمثل فإنه عند أسعار الفائدة R2M،R3M،R4M، R5M،يتحقق التوازن بين طلب وعرض النقود عند مستويات دخل ، y1، y2، y3، y4، y5، على التوالي،وعندما نرسم منحنى العلاقة بين مستويات الدخول المختلفة مع ما يناظرها من اسعار فائدة (التي تحقق التعادل بين الكمية المطلوبة والكمية المعروضة من النقود ) فإننا نحصل على منحنى LM حسب الشكل رقم **10**.

**الشكل رقم (10) استنتاج منحنى (LM)** **الشكل رقم (09): تمثيل الجدول رقم 02 بيانيا**




منحنى (LM) إنما يوضح أسعار الفائدة المختلفة التي تحقق التساوي بين تفضيل السيولة (L) وبين النقود M ويات مختلفة من الدخل،وعليه فإن منحنى (LM) إنما يوضح أوضاع التوازن في القطاع النقدي. منحنى (LM) إلى أعلى،ذلك لأنه عندما يزداد الدخل، فإن تفضيل السيولة (الطلب على النقود) يزداد،وب سعر الفادة يزداد أيضا،ومن ناحية أخرى عندما ينخفض مستوى الدخل فإن تفضيل السيولة بالنسبة ل أيضا،وبالتالي فإن سعر الفائدة ينخفض.

ويجب ملاحظة أنه عند مستويات مرتفعة من الدخل فسيكون هناك طلب معاملات كبيرة بالنسبة للكميات الثابتة من عرض النقود وعليه فإن سعر الفائدة سيرتفع بشدة،وبالتالي فإن منحنى LM يصبح غير مرن بدرجة كبيرة بالنسبة لسعر الفائدة عند مستويات الدخل العليا،وعند مستويات الدخل المنخفضة فسيكون هناك طلب نقود بدافع المعاملات صغير.

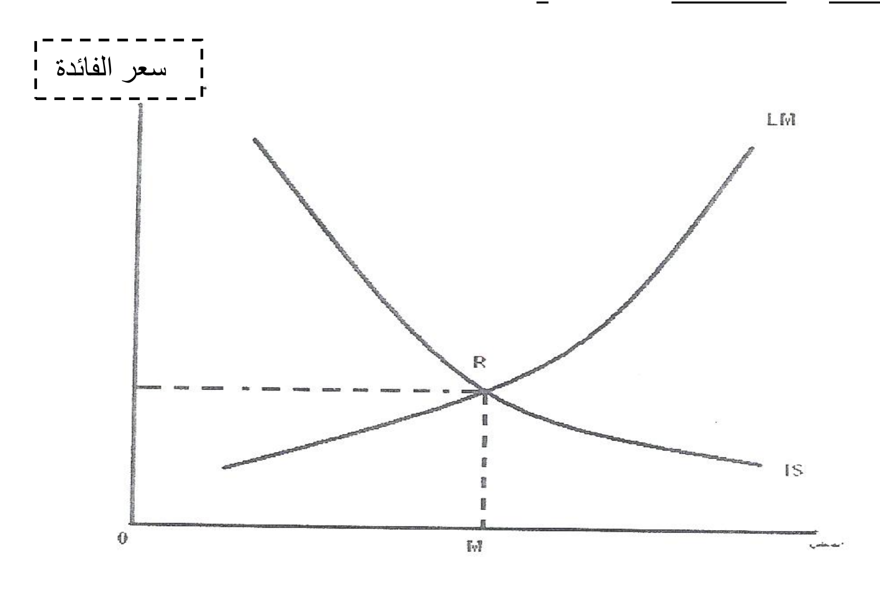
بحيث أن الجزء الأكبر من النقو د سيحتفظ به في صورة نقود عاطلة، والأثر المترتب عن ذلك هو انخفاض سعر الفائدة،ولكن بما أن دالة التفضيل النقدي (L) تكون ذات مرونة عالية عند أسعار الفائدة المنخفضة بسبب طلب النقود بدافع المضاربة،فإن الوفرة الزائدة نسبيا في عرض النقود عند مستويات الدخول المنخفضة لا تستطيع أن تخفض سعر الفائدة إلى أقل من مستوى أدنى معين، وعليه فإن منحنى (LM) عند مستويات الدخول المنخفضة تصبح ذا مرونة عالية بالنسبة لسعر الفائدة[26] .

## 2- تحديد سعر الفائدة وتأثير انتقال منحنى (IS) ومنحنى (LM) على سعر الفائدة:

### 1.2- تحديد سعر الفائدة:

وفقا للنظرية الحديثة في سعر الفائدة فإن تقاطع منحنى (IS) مع منحنى (LM) إنما يحدد سعر الفائدة، ففمنحنى (IS) يمثل موضع التوازن في القطاع الحقيقي، ومن ناحية أخرى فإن المنحنى (LM) يمثل وضع التوازن في القطاع النقدي حسب الشكل رقم (11).

**الشكل رقم (11):نموذج (IS-LM).**




**المصدر**:سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**، ص575.

ففي الشكل رقم (11) فإن سعر الفائدة هو RM والذي يتحدد بتقاطع منحنى (IS) مع منحنى (LM) عند النقطة (R) وعند هذه النقطة فإن الدخل وسعر الفائدة تكون العلاقة بينهما بحيث:

- الإستثمار والإدخار في حالة توازن.
- طلب النقود في حالة توازن مع عرض النقود.

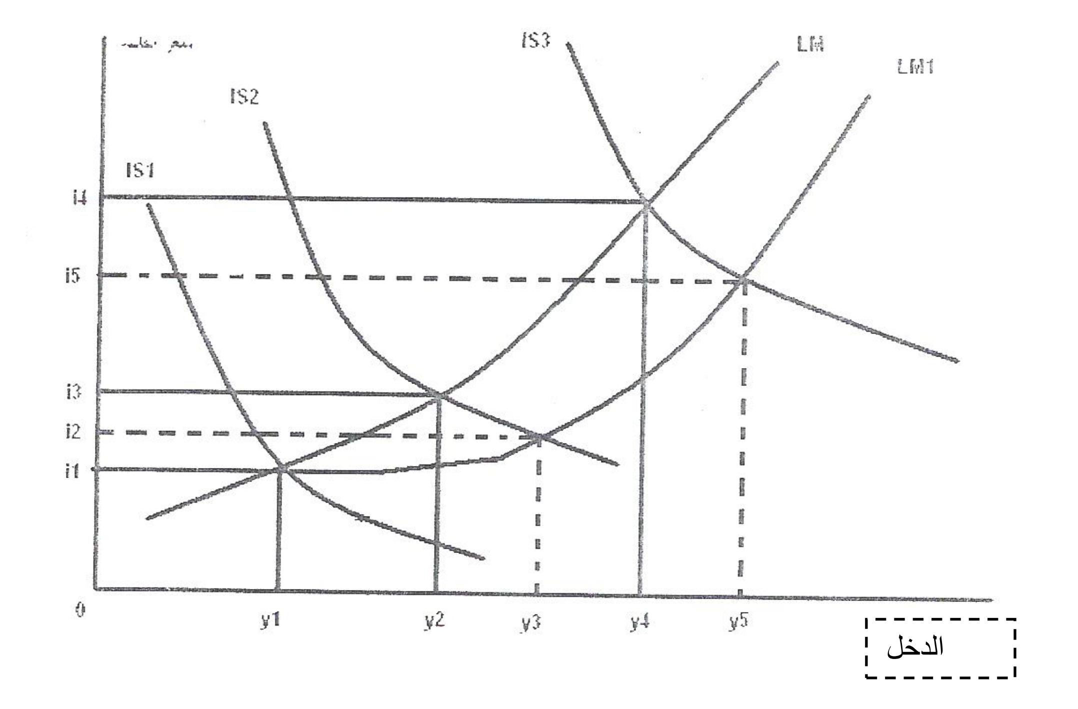
ما تجدر الإشارة إليه هو أن المنحنى (IS) هو مرن بالنسبة لسعر الفائدة عند مستويات الدخل العليا وغير مرن لسعر الفائدة عند مستويات الدخل السفلى،بينما المنحنى (LM) فهو غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة عند مستويات الدخل العليا،كما أنه غير مرن بالنسبة لسعر الفائدة عند مستويات الدخل السفلى.

### 2.2-تأثير انتقال منحنى (IS) ومنحنى (LM) على تحديد سعر الفائدة :

بعد أن توصلنا إلى التوازن الكلي العام وتحديد سعر الفائدة ومستوى الدخل باستخدام منحنيات (IS-LM) من السهل علينا أن نبين أثر انتقال منحنيات IS، LM على تحديد سعر الفائدة حسب الشكل.

**الشكل رقم (12):تأثير انتقال منحنى IS، LM بيانيا**

سعر الفائدة




**ويتضح من الشكل السابق:**

- مع افتراض ثبات منحنى (LM)،فانتقال منحنى (IS) إلى اليمين (نتيجة زيادة في الإنفاق الحكومي أو تفاؤل المستثمرين مثلا ) فإن الدخل يرتفع وكذلك سعر الفائدة.

-عندما يكون منحنى (IS) ثابت،فانتقال منحنى (LM) إلى اليمين (نتيجة زيادة في مقدار المعروض من النقود وانخفاض في دالة التفضيل النقدي مثلا) فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الدخل وانخفاض سعر الفائدة.

ما يمكننا استنتاجه من هذا الجزء من البحث هو أن النظرية الحديثة لسعر الفائدة ،هي نظرية محددة لسعر الفائدة،ذلك أنها تقوم على أساس أن الإنتاجية والإدخار و التفضيل النقدي و كمية النقود المعروضة هي كلها ع ناصر هامة في تحديد سعر الفائدة،وذلك على عكس النظريات السابقة لها والتي لم تأخذ ذلك بعين الإعتبار.

كما توصلنا إلى تحليل الكينزي ككل إنم ا يشمل على كل تلك المتغيرات،أي أن كينز قد صاغ نظرية محددة في سعر الفائدة،إلا أنه فشل في أن يجمع كل تلك العناصر بطريقة شاملة لصياغة نظرية متكاملة في سعر الفائدة، فقد فشل في أن يوضح على وجه التحديد أن تفضيل السيولة من كمية النقود إنما يحددان ليس عسر الفائدة ، وإنما فقط جدول LM .

وعليه فإن الفضل إنما يعود إلى **"هيكس"** الذي نجح عن طريق استخدام أدوات كينز التحليلية بطريقة سليمة في صياغة نظرية شاملة ومحددة في سعر الفائدة.

**الخاتمة:**

من خلال الدراسات والبحث الذي قمنا به توصلنا إلى النتائج التالية:

- أن النظرية الكلاسيكية،الأرصدة المعدة للإقتراض،وأيضا نظرية تفضيل السيولة في سعر الفائدة إنما ه ي نظرية غير محددة لسعر الفائدة، فالأولى ركزت على العوامل الحقيقية (الإدخار والإستثمار) في تحديد سعر الفائدة، واعتبرت أن الفائدة ظاهرة عينية،أما الثانية فمحاولتها لم تكلل بالنجاح لجمع العوامل النقدية مع العوامل الحقيقية من أ جل شرح كيفية تحديد سعر الفائدة، أما الثالثة فقد على العوامل النقدية (عرض النقود والطلب على النقود ) في تحديد سعر الفائدة واعتبرت الفائدة ظاهرة نقدية بحتة.

- النظرية الحديثة لسعر الفائدة،هي نظرية محدد ة لسعر الفائدة ذلك لأنها تقوم على أساس أن الإنتاجية والإدخار والتفضيل النقدي وكمية النقود المعروضة وهي كلها عناصر هامة في تحديد سعر الفائدة.

- إن التحليل الكينزي ككل إنما يشمل المتغيرات السا بقة،أي أن كينز صا غ نظرية محددة في سعر الفائدة، إلا أنه فشل في أن يوضع على وجه التحديد أن تفضيل السيولة مع كمية النقود إنما يحددان ليس لسعر الفائدة وإنما جدول LM .

- إن الفضل يعود إلى "**هيكس**" الذي نجح عن طريق استخدام أدوات كينز التحليلية بطريقة سليمة في صياغة نظرية شاملة محددة في سعر الفائدة.

**الهوامش والمراجع:**

---

[1]– سامي خليل،**النظريات السياسات النقدية والمالية**،شركة كاظمة للنشر والترجمة والتوزيع،الكويت،ط1، 1982،ص 528.

[2]– ضياء مجيد،**اقتصاديات النقود والبنوك**،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية،2001،ص ص145-146.

[3]– **نفس المرجع**،ص 146.

[4]– سامي خليل، **مرجع سبق ذكره**،ص 531.

[5]– عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين عيسى،**النقود والمصارف والأسواق المالية**،دار الحامد للنشر والتوزيع،عمان،ط1، 2004،ص307.

[6]– سامي خليل، **مرجع سبق ذكره**،ص 533.

[7]– **نفس المرجع**،ص 537.

[8]– **نفس المرجع**،ص 539.

[9]– عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين العيسى ،**مرجع سبق ذكره**،ص 318.

[10]– سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 540.

[11]– يمكن تعريف الإكتناز على أنه احتفاظ بالثروة في شكل نقدي،أي عدم إنفاق النقود على أصول غير سائلة

[12]– علي علي الزبيدي،عبد الرحمان بني غازي،**النقود والبنوك**،مركز الأمين للنشر والتوزيع،صنعاء، 2004، ص 185.

[13]– سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 543.

[14]– **نفس المرجع**،ص 544.

[15]– سامي خليل،**مرجع سبق ذكره** ،ص 544.

[16]– أحمد أبو الفتوح على الناقة،**نظرية النقود والأسواق المالية:مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية** ،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية،الإسكندرية،ط1،2001،ص 272.

[17]– ناظم محمد نوري الشمري،**النقود والمصارف والنظرية النقدية**،دار زهران للنشر والتوزيع،عمان، 1999،ص 368.

[18]– عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين العيسى،**مرجع سبق ذكره**،ص ص 250-251

[19]– سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص ص 194-195.

[20]– علي علي الزبيدي،عبد الرحمان بن عزي،**مرجع سبق ذكره**،ص ص 194-195.

[21]– سامي خليل،**مرجع سبق ذكره**،ص 550.

[22]- **نفس المرجع**،ص ص 551-553.

[23]- **نفس المرجع**،ص 562.

[24]– **نفس المرجع**،ص ص 568-571.

[25]– **نفس المرجع**.

[26]– **نفس المرجع**،ص 573.